

投資に関する信託受託者の義務と権限：イギリス法を手がかりとして

著者	植田 淳
雑誌名	神戸外大論叢
巻	57
号	1
ページ	353-364
発行年	2006-06-01
URL	http://id.nii.ac.jp/1085/00000886/

投資に関する信託受託者の義務と権限

——イギリス法を手がかりとして——

植 田 淳

- I はじめに
- II 投資の意義
- III 投資の種類
- IV 適格投資と新たな基準
- V 投資に関する諸義務
- VI 投資権限の委譲
- VII 非経済的投資基準
- VIII おわりに

I はじめに

現代の信託基金投資が依拠する経済理論は、いわゆる「現代ポートフォリオ理論 (modern portfolio theory)」とよばれるものである。現代ポートフォリオ理論とは、マーコウィッツ (H.M. Markowitz) の1952年の論文 (“Portfolio Selection”) に始まる証券投資理論であって、効率的市場仮説を前提とし、ポートフォリオの銘柄構成を適切に変化させることによって、リスクを増大させることなく、期待リターンを高めることが可能であることを理論的に示すものである。この理論は、伝統的な信託法の投資準則に大きな変更を迫ることとなった。個別の投資ごとの適格性の審査から、ポートフォリオ全体の中での個別投資の合理性の審査への変更である。米国におけるこ

* 本稿は、財団法人日本証券奨学財団の研究助成の成果である。ここに記して謝意を表する。

の問題については、すでに別稿において考察した¹。そこで本稿では、英国におけるこの問題および信託投資に関するその他の問題を取り上げる。とくに2000年受託者法 (Trustee Act) を中心に、信託投資に関する新しい諸準則を考察したい。これを手がかりとして、わが国の信託投資に関する法準則のあり方に関して適切な指針を得ることができればと考える。

II 投資の意義

信託の受託者は、自己が管理する信託財産たる資金を投資すべき義務を負う²。ここに「投資する」とは、利息・収益等の果実が得られるものを購入すべく資金を用いることである³。通常の投資にあつては、収益がインカム・ゲインであるか、キャピタル・ゲインであるかは、ふつう問題とされない。しかし、信託受託者は、収益 (インカム) に対して権利をもつ生涯権者 (life tenant) と元本 (キャピタル) に対して権利をもつ残余権者 (remainderman) の間の利益のバランスを考慮しなければならない。公平義務は、受託者が両者間の利益の公平を図ることを要求する⁴。公平義務に関する伝統的な準則は、投資が収益を生みつつ、元本を維持することを求める (ただし、近時のポートフォリオ理論は、この点における柔軟性を許容する)。よって、伝統的に、割引債、骨董品、貴金属といったものは、インカム・ゲインがないため、投資とはいえないとされる⁵。同様の理由から、かつては、受益者の居住のための家屋の購入は、インカムを生まないがゆえに投資ではないとされたが⁶、しかしこの点は近時の制定法によって改正されている⁷。ただし、高

1 拙稿「慎重な投資に関する一考察——エリサ法と信託法の分散投資義務を中心として——」神戸外大論叢55巻4号。

2 J.E. Martin, Hanbury & Martin Modern Equity (17th ed.), p.540.

3 Re Wragg [1919] 2 Ch. 58 at 64, per Lawrence J.

4 公平義務については、拙稿「英米法における信託受託者の公平義務」神戸外大論叢44巻5号参照。

5 Martin, *supra*, note 2 at p.540.

6 Re Power [1947] Ch. 572.

7 Trusts of Land and Appointment of Trustees Act 1996, s.6(3); Trustee Act 2000, s.8.

い収益を生むが元本回収の不確実な投資(例えば無担保貸付)は、回避すべきものとされている。⁸ 2000年受託者法・第2編は、受託者に広範な投資権限を付与しているが、投資の定義については、同法は伝統的な立場を変えていない。

Ⅲ 投資の種類⁹

(1) 緒 論

信託投資の種類としては、大きく分けて、デットとエクイティがある。前者は、預金、貸付金、債券等の利息付き貸金であり、後者は普通株式等、収益事業への出資である。これらの伝統的な投資に加えて、近時いわゆる「デリバティブ」といわれる投資商品が現れた。フーチャーやオプションなどが典型的である。前者は、投資家があらかじめ合意した価格で株式・通貨・商品等を将来のある時点で売買する義務を負うものであり、一方、後者は、投資家がこれらのものをあらかじめ合意した価格で将来のある時点で売買する権利をもつというものである。年金信託の受託者や広範な裁量権をもつその他の受託者は、適切な状況のもとで、このようなデリバティブに投資することができるが、デリバティブは厳密には伝統的意味における「投資」の範囲を超えるものである。

(2) デット

デットの代表格である国債や地方債等の債券は、通常固定利付きで発行され、転売が可能である。発行時よりも金利水準が上昇すると、固定利付債券の価格は通常下落し、逆に金利が下落すると、債券価格は上昇する。会社が発行する債券は、社債 (debenture) とよばれ、浮動担保 (floating charge)

8 Khoo Tek Keong v. Ch'ng Joo Tuan Neoh [1934] A.C. 529.

9 本節の叙述は、主として次の文献に依拠している。Martin, *supra*, note 2 at pp.541-543.

付きで発行されることが多い。

(3) エクイティ

エクイティの代表格は、普通株式 (ordinary shares) である。普通株主の主要な権利は、株主総会での投票権、配当金請求権、および残余財産請求権である。株価は、会社の企業価値に応じて変動するので、必然的にリスクが大きい。1961年の法改正まで普通株式が適格投資とされなかったのは、この理由による。

投資信託は、零細な信託基金において適切な分散投資を可能にする投資対象である。イギリスには、「ユニット・トラスト (unit trust)」とよばれる契約型(信託の仕組みを用いたもの)と、「インベストメント・トラスト (investment trust)」とよばれる会社型のものがある。

信託の受託者は、信託証書または制定法によって付与される投資権限をもつ。かつて裁判所は、普通株式への投資リスクにかんがみ、明示の条項を厳格に解釈した。すなわち、「受託者が適切と考える証券に投資する権限」という文言は、その時点で法によって許容される適格証券の範囲から投資対象を選択する権限にすぎないと解された。¹⁰ 現在では、Re Harari's Settlement Trusts 事件判決¹¹に従い、このような文言は、受託者に普通株式への投資を許容するものと解されている。2000年受託者法は、受託者の投資権限をさらに拡大したが、実務上このような文言を信託証書に挿入する慣行は変わっていないようである。¹²

(4) 不動産

近年まで信託受託者は、信託証書に別段の定めがない限り、不動産への投資は許されないものとされてきた。信託証書が不動産の購入を認めている場

10 Re Braitwaite (1882) 21 Ch.D. 121.

11 [1949] 1 All E.R. 430.

12 Martin, *supra*, note 2 at p.543.

合でも、受益者の居住を目的とした不動産の取得は、投資ではないとされた。¹³ところが、1996年土地信託受託者選任法（Trusts of Land and Appointment of Trustees Act）の制定によって、信託受託者が不動産投資を行う制定法上の権限がはじめて認められた。¹⁴2000年受託者法は、より一般的な信託受託者による不動産投資権限を認めている。すなわち、信託証書による制限がない限り、受託者は、英国内の不動産——自由保有地（freehold）か借地（leasehold）かを問わない——を投資またはそれ以外の目的で取得することができる。¹⁵

IV 適格投資と新たな基準

（1）伝統的な準則¹⁶

伝統的な信託投資の準則は、次の二つの基本原理に基づいていた。

- ① 受託者は、信託基金の元本に対するすべてのリスクを回避すべきである。
- ② 実質的な基金の価値を安定させるべきである。

19世紀には、これらの原則は、受託者がまず固定利付き国債に投資を限定されていたこと、ついで、受託者が「受託者証券（trustee securities）」とよばれる狭い範囲の証券に投資を限定されていたことによって担保された。しかし、このようなデット中心の投資は、インフレーションに対し無力であり、上の②の原則に反することになった。

そこで、株式を中心としたエクイティ投資の導入が不可欠となった。株式投資は、インフレに強いが、逆に不況・デフレ時には、株価の著しい下落に

13 Re Power [1947] Ch. 572.

14 s.6(3).

15 s.8. 同法は、信託を認めない法域との法の抵触問題を避けるために国外の不動産を除外しているが、信託証書によって国外の不動産への投資権限を認めることは差し支えないと解される。Martin, *supra*, note 2 at p.544.

16 本節の叙述は、主として次の文献に依拠している。Underhill & Hayton, *Law Relating to Trusts and Trustees* (16th ed.), p.597; Martin, *supra*, note 2 at pp.544-545.

直面する。一般に、株価の変動は、債券価格のそれよりも著しく、リスクが大きい。このような事情から、株式投資を含む信託基金の投資には、専門性が要求されることとなった。

(2) 1961年受託者投資法

1961年受託者投資法 (Trustee Investments Act) は、「適格投資」とされるものの範囲を拡大した。同法の目的は、受託者が一定割合のエクイティ投資をすることを可能ならしめることであつた。同法によって許容されたエクイティ投資の割合は2分の1であつたが、1996年の大蔵省令によって、4分の3にまで引き上げられた。¹⁷しかし、1961年法は、投資業界の発展について行けず、新しい投資手法の活用を許容しなかったため、評判が悪かつた。¹⁸

(3) 2000年受託者法と現代ポートフォリオ理論

2000年受託者法 (Trustee Act) の立法目的のひとつは、受託者の投資権限のいっそうの拡大であつた。以下の各節において、同法が定める新しい準則について詳しく考察する。その前に、同法が依拠する「現代ポートフォリオ理論」から導出される基本的立場について触れる。それは、次のようなものである。受託者の投資判断は、個別資産ごとに切り離して評価されるべきではなく、信託基金のポートフォリオ全体の中で、総合的な投資戦略の一部として評価されるべきである、というものである。¹⁹この理論は、法律委員会 (Law Commission) によって承認され、²⁰新法に明文規定はないものの、²¹法の一般原則の一部分とみなされている。

2000年受託者法3条は、次のように規定する。「受託者は、かりに彼が当

17 Trustee Investments (Division of Trust Fund) Order (S.I. 1996 No.845).

18 Martin, *supra*, note 2 at p.545.

19 現代ポートフォリオ理論の概要については、次の文献を参照されたい。井出正介＝高橋文郎『ビジネスゼミナール証券投資入門』；日本証券アナリスト協会編『証券投資論（第3版）』

20 No.260 (1999), Trustees' Powers and Duties, p.23.

21 Law Com. C.P. 175 (2004), Capital and Income in Trusts: Classification and Apportionment, para.1.3.

該財産に対して絶対権を有しているならばなしうるのであろうあらゆる種類の投資をなすことができる」と。これは、「投資の一般権限 (general power of investment)」とよばれ、信託設定時期の如何にかかわらず適用されるから²²、従来の適格投資基準 (リーガル・リスト) の考え方は廃止されたといえる。この改正によって、それ自体としてはリスクが高く、従来の基準では許容されなかった投資方法 (例えば、ベンチャー投資やデリバティブ) も、ポートフォリオ全体の中で合理性があれば許容されることとなった。

かかる投資の一般権限は、明示の受託者の投資権限に追加されるべきものとされるが、信託証書や他の制定法の規定により排除されうる²³。なお、投資の一般権限は、年金基金の受託者および投資信託 (ユニット・トラスト) の受託者等には適用がない²⁴。かかる受託者については、当該信託スキームを規律する制定法に委ねられているからである。

V 投資に関する諸義務

(1) 標準投資基準

2000年受託者法4条は、次のように規定する。「受託者は、制定法上の、または明示の投資権限を行使する際には、標準投資基準 (standard investment criteria) に配慮しなければならない、常に信託投資を再検討し、標準投資基準に照らして投資を変更すべきかどうかを検討しなければならない」と。ここに言う「標準投資基準」とは、「(a)当該投資と同種の信託投資への適合性、および(b)状況に適する限度での信託投資の分散の必要性」と定義される。これは、前述の現代ポートフォリオ理論に依拠しており、とくに分散投資は、規模の大きいファンドにおいて重要である²⁵ (小規模ファンドにおける分散投資は、投資信託への投資によって実現できよう)。

²² s.7.

²³ s.6.

²⁴ ss.36-38.

²⁵ Cowan v. Scargill [1985] Ch.270.

(2) 助言取得義務

2000年受託者法5条は、受託者が投資権限を行使する方法につき、適切な助言を得て、それを考慮に入れることを要求する。「適切な助言(proper advice)」とは、当該投資についてその能力と経験に照らして助言を与える資格を有すると受託者が合理的に信ずる者の助言をいう。²⁶ 例外的に、助言を取得する必要がないと受託者が合理的に判断した場合には、かかる助言を得る必要はない。²⁷ 小規模の安全性の高い投資を行うような場合がこれに該当する。受託者は、助言を検討したうえで、自身の判断をなすべきであって、助言者に盲従すべきではない²⁸ (ただし、後述Ⅵのように、投資権限自体の委譲は許される)。

(3) 注意義務

2000年受託者法制定前における受託者に要求される行為基準(注意義務の水準)は、業に従事する慎重人(prudent man of business)のそれであった。²⁹ 2000年受託者法1条は、これを次のように再定義した。すなわち、「受託者は、四囲の状況に照らして合理的な注意と技能を行使しなければならない」と。何を以て「合理的」かは、受託者が投資の素人かプロかによっても異なる。³⁰

Ⅵ 投資権限の委譲

(1) 投資裁量権限

実務上、信託受託者は、投資専門家の助言を得るにとどまらず、投資裁量

26 Martin, *supra*, note 2 at p.547. 2000年金融サービス市場法(Financial Services and Markets Act)19条に規定する「投資アドバイザー」は、これに該当する。

27 s.5(3).

28 Shaw v. Cates [1909] 1 Ch. 389.

29 Speight v. Gaunt (1883) 9 App.Cas. 1.

30 Martin, *supra*, note 2 at p.548. なお、米国におけるこの問題の詳細については、拙著・前掲注1参照。

権限を金融サービス法上の投資マネジャー等の専門家に委譲することを望む。しかし、2000年受託者法制定前は、信託証書が許容しない限り、かかる権限の委譲は不可能であった（ただし、年金信託は例外であった³¹）。この点に関する改革は、2000年受託者法の主要な立法目的のひとつであった。同法11条は、受託者が第三者に委譲できない権能を列挙することによって、原則的に受託者は投資判断を含むあらゆる権能を委譲できることとした。すなわち、受託者の自己執行義務は、この限りにおいて一般性を失ったのである。受託者が代人（agent）に投資権限を委譲すると、代人が標準投資基準の要件を満たし、常に投資を再検討すべき義務を負うこととなる³²。投資権限の委譲は書面によりなされなければならない³³、信託の利益のために投資権限が行使される方法について指示を与える旨の「方針書（policy statement）」を受託者が準備し、代人がこれを遵守することに同意しなければならない³⁴。

（２） ノミニーとカストディアンを選任権限

2000年受託者法16条は、信託財産の名義人となるべきノミニー（nominee）を選任する権限を受託者に付与する。また、同法17条は、信託財産やそれに関する文書等を保管すべきカストディアン（custodian）を選任する権限を受託者に付与する。受託者が信託財産を自己の管理下に置くことが信託法の原則ではあるものの、ノミニーへの信託財産たる株式の移転やカストディアンの利用は、取引を迅速に行うために必要な実務である³⁵。しかし、2000年受託者法制定前は、信託証書による別段の定めがない場合に、受託者がこのような選任をなしうるか否かについては疑義があった³⁶。制定法上の明示の権限を受託者に付与することにより、この問題を解決したのである。

31 Pension Act 1995, s.34.

32 s.13(1).

33 s.15.

34 Ibid.

35 Martin, *supra*, note 2 at p.586.

36 Ibid.

(3) 受託者の責任

2000年受託者法のもとでは、信託証書に別段の定めがない限り、投資マネジャー、ノミニー、またはカストディアンに権限を委譲した受託者は、方針書を含む当該取極めを再検討し続けなければならない。³⁷ 受託者は、選任時または取極め再検討時に制定法上の注意義務に違反しない限り、かかる代人等の義務違反につき責を負うことはない。³⁸ 注意義務は、代人・ノミニー・カストディアンの選任、とくに、適任者の選定、代人等の行為条件の設定、財産管理業務の委譲に関する方針書の準備に関して課される。³⁹

VII 非経済的投資基準

これまで2000年受託者法が定める、投資に関する受託者の義務と権限について見てきた。同法1条が定めるとおり、受託者は、信託投資にあたり、四囲の状況に照らして合理的な注意と技能を行使しなければならない。では、受託者が注意義務を果たすにあたって追求すべきは、受益者の経済的利益に限定されるのか、それとも非経済的利益の追求も許されるか。この問題について議論を喚起した判例として、Cowan v. Scargill 事件⁴⁰を挙げることができる。事案の概要は、以下の通りである。

炭鉱労働者の年金基金は、巨額の資産を保有し、広範な投資権限を有していた。当該基金は10名の受託者によって管理されており、被告を含む5名の受託者は、全国炭鉱労働者労働組合によって選出されていた。受託者は、投資判断につき専門家からなる諮問委員会から助言を受けていた。同委員会によって投資計画が受託者に提出されたが、労働組合選出の受託者たちは、石炭産業と競合する産業への投資が含まれていることなどを理由にこれを拒絶

³⁷ ss.21,22.

³⁸ s.23.

³⁹ Sch.1, para.3.

⁴⁰ [1985] Ch.270. この判例については、Hayton & Marshall, *Commentary and Cases on the Law of Trusts and Equitable Remedies* (12th ed.), pp.577-580 参照。

した。裁判所は、当該受託者による拒絶は信託違反を構成すると判断した。メガリー副大法官（Megarry V.C.）は、次のように述べた。「受託者は、現在および将来の受益者の最善の利益のために権限を行使しなければならない。信託の目的が経済的利益の供与にあるならば、受益者の最善の利益とは、通常、経済的利益を意味する。受益者に対するこの義務は、最高のものである。受託者は、最高の収益を生むべく投資権限を行使すべきである。かりに兵器産業やタバコ産業への投資が有利であるなら、自己の見解がどうであろうと、それらに投資すべきである。しかし、経済的利益が必ずしも最高のものであるとは言えない。もし受益者全員がタバコに対して否定的な考えをもっているなら、タバコ産業への投資は、彼らの利益とは言えない。しかし、本件においては、石炭産業とその労働組合の繁栄は、炭鉱労働者の遺族たる受益者にとって何ら関係がない」と。

VIII おわりに

この判例が提起した問題は、いわゆる「社会的責任投資」につながる問題である。⁴¹ここでの問題の本質は、受託者が非経済的利益を追求することが信託違反となりうるか、という点である。年金基金においては、当該産業または企業の繁栄が受益者の経済的利益に資する場合があります。競合する産業への投資が経済的に不利に働く場合もありうる。しかし、一般的には、受益者全体の利益を勘案すれば、メガリー副大法官の見解が妥当と言うべきであろう。社会的責任投資については、わが国においてもすでにこうした趣旨の投資信託が設定され、人気を博しているようであるが、⁴²一般論として信託投資に倫理的考慮を加えることの是非は難しい問題である。マーチン教授が言う

41 社会的責任投資については、拙稿「エリサ法の信託義務に関する基礎的考察——年金資産運用における受託者責任——」神戸外大論叢54巻5号；エイミー・ドノミ著、山本利明訳『社会的責任投資』参照。

42 事前に社会的倫理的配慮を優先する旨の合意等があれば問題ないことは、言うまでもない。問題は、受託者が事後的にかかる配慮を行おうとする場合である。

ように、⁴³倫理的な投資方針に基づいて選択された投資の効率が、そうでない投資の効率よりも劣らない限りにおいては、一般に信託違反は生じないと考えられよう。

本稿では、英国における信託受託者の投資準則について考察した。翻って、わが国の信託法における受託者の投資準則は、どうであろうか。現行信託法20条（および信託法改正要綱第19）に受託者の善管注意義務が一般的・抽象的に規定されているのみであって、イギリス法やアメリカ法に見られるような詳細な明文規定は存在しない。しかし、今後信託がいつそう広く国民生活において活用されるにつれて、受託者の投資準則が問題とされるケースも必然的に増加するであろう。そのような場合に、解釈論・立法論の両面において英米信託法の投資準則が参考にされるべきであろう。

43 Martin, *supra*, note 2 at p.552.